

## IMF 解读新兴市场经济体资本流入放缓

自 2010 年新兴市场资本净流动量出现下滑以来，时至今日依旧低落。IMF 在最新发布《世界经济展望》报告中独辟章节，就此内容进行了探讨。报告指出，净资本流入的放缓既受到流入减少的影响，同时也拜流出增加所赐。其中，流入的减少主要是归咎新兴市场经济体与发达经济体预期增长率差异的缩小。

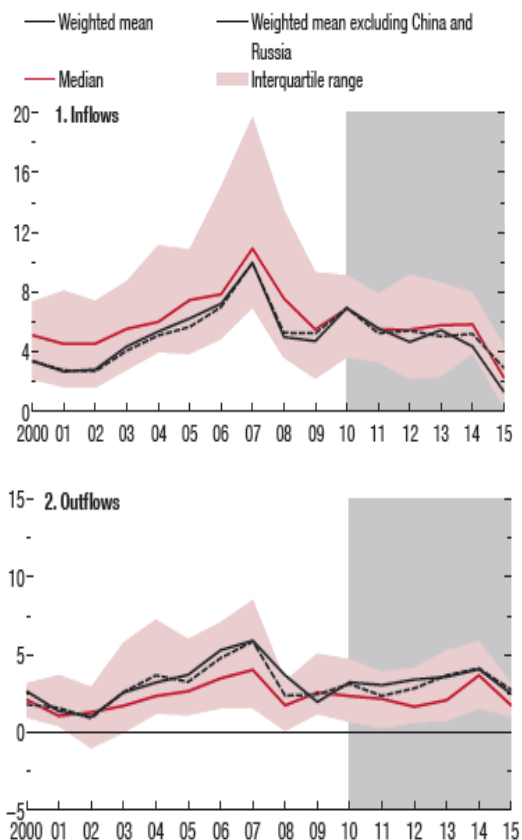
回顾历史，早在上世纪 80 年代、90 年代曾经也出现过与当下极为相似的资本流入放缓的现象。不过不同的是，此次下滑并没有像此前那般触发大规模外部危机，至少没有此前来得严重。究其根本，政策框架的改善：外汇储备增加、外币债务比例下降以及汇率灵活性提高，都是不利的宏观经济影响得以减轻的原因。

### 一、新兴市场经济体净资本流入放缓

自 2010 年以来，整个新兴市场经济体（不仅限于中国、俄罗斯）都出现了较大幅度的净资本流入下滑，跌幅在 2014-15 年尤甚。45 个样本国，2015 年三季度末总净资本流入较 2010 减少了 1.123 万亿美元，剔除中国与俄罗斯的数据后仍有 4480 亿美元的差距。在对资本流向、资本构成、流向目的地进行细化研究后发现：

(1) 资本流入的减少、流出的增加分别在 2010-15 年间某一时段扮演着重要的角色。如，流出增加是 2012-14 年净流入放缓的主要推手，而 2011 年的下跌则要归因于流入的减少。因此并不是某一单向资本流动导致了净资本流入的减少，而是两者共同影响的结果。即净资本流入的放缓既受到流入减少的影响，同时也归咎于流出的增加。

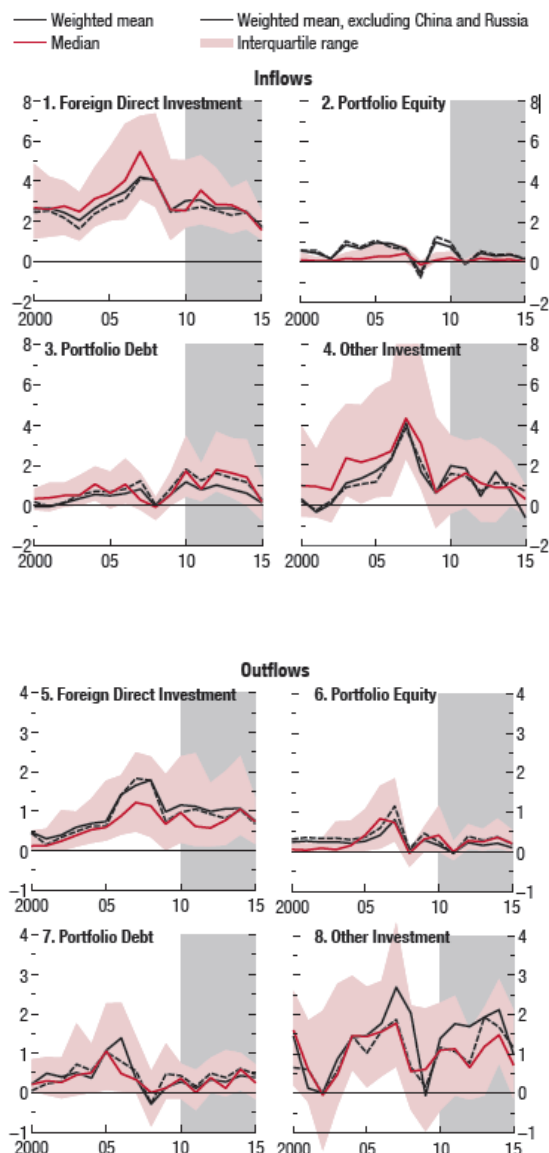
图 1. 新兴市场经济体资本流入、资本流出情况 (%GDP) 2000-15: Q3



来源: CEIC Asia database; CEIC China database; Haver Analytics; IMF, Balance of Payments Statistics; IMF, International Financial Statistics; World Bank, World Development Indicators database; and IMF staff calculations.

(2) 就资本类别来看, 四大资产: 对外直接投资、证券投资、债务投资、其他投资(包括银行借贷)皆出现流入减少、流出增加的情况, 2015 年流出情况有所好转。相较于股权类投资流动(对外直接投资、股权投资), 债务类投资流动变化幅度更为显著。

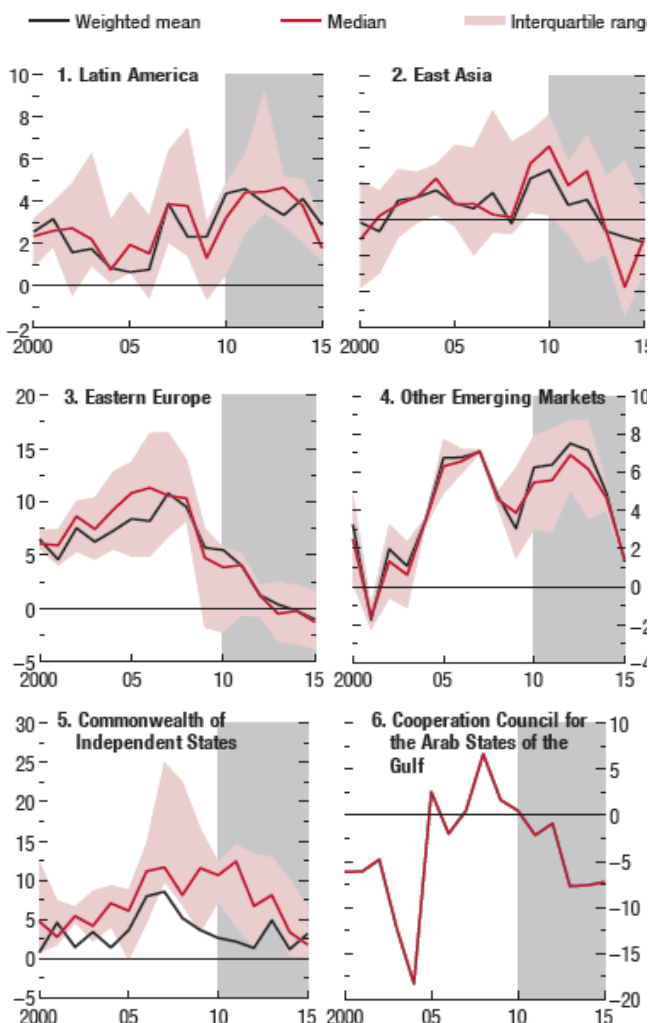
图 2. 新兴市场经济体不同资产类别的流入、流出情况 2000 - 15:Q3 (%GDP)



来源: CEIC Asia database; CEIC China database; Haver Analytics; IMF, Balance of Payments Statistics; IMF, International Financial Statistics; World Bank, World Development Indicators database; and IMF staff calculations.

(3) 危机后大部分地区都面临了净资本流入放缓的情况, 然而值得注意的是, 东欧资本净流出情况最为显著且持久, 拉丁美洲与“其他新兴市场”则主要集中在 2014-15 年。资本主要由东亚, 海湾合作委员会成员国及东欧地区流出, 流入至拉丁美洲、独立国家联合体与“其他新兴市场”。

图 3. 各地区净资本流入情况，2000-15:Q3 (%GDP)

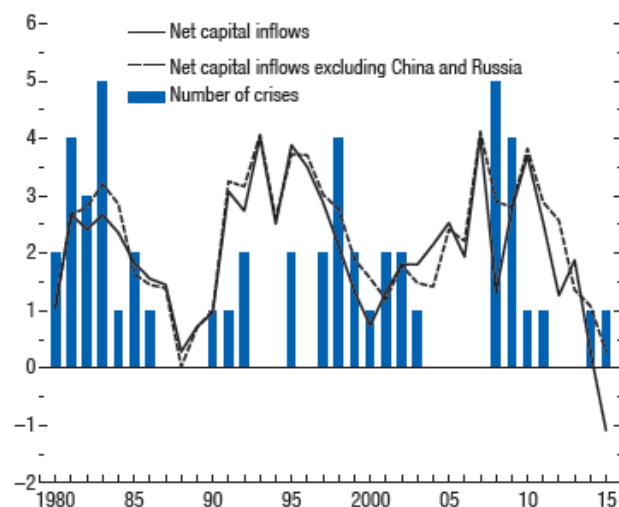


来源：CEIC Asia database; CEIC China database; Haver Analytics; IMF, Balance of Payments Statistics; IMF, International Financial Statistics; World Bank, World Development Indicators database; and IMF staff calculations.

二、与历次净资本流入放缓时情境比较  
资本流入持续放缓并非史无前例，历史上曾分别在 1981-88、1995-2000 期间出现过类似情况。包括此轮放缓在内，三段时期呈现出相仿的放缓规模（2.4%-4.8%）、影响范围（65%-76%的国家）。然而与前两次不同的是新兴市场经济体到目前为止表现出了更强的危机抵御力，这主要归功于以下几个

方面：

图 4. 新兴市场经济体净资本流入、债务危机发生数量，1980 - 2015:Q3 (% GDP)

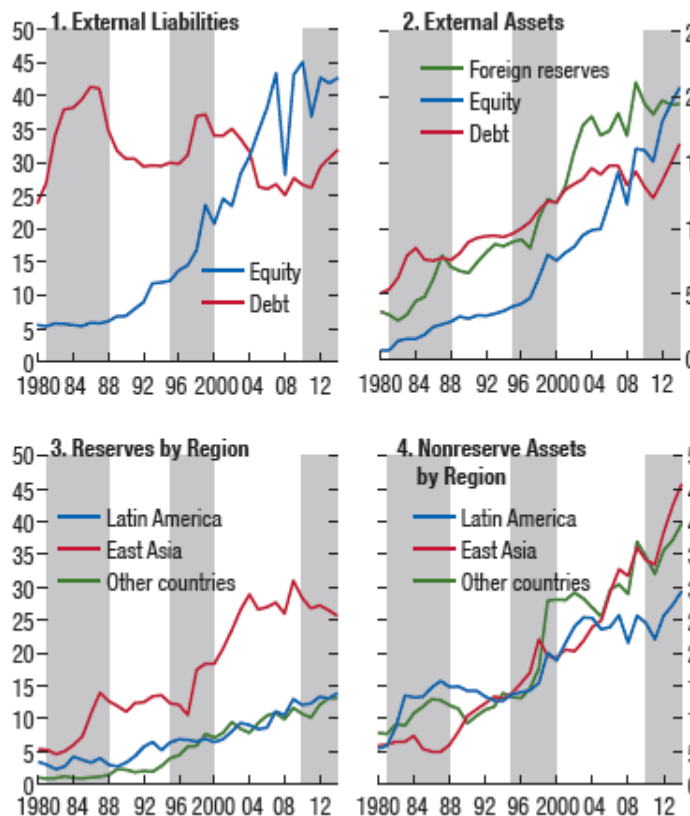


来源：Catão and Milesi-Ferretti 2014; CEIC Asia database; CEIC China database; Haver Analytics; IMF, Balance of Payments Statistics; IMF, International Financial Statistics; World Bank, World Development Indicators database; and IMF staff calculations.

### 1、外部投资组合结构的改变

随着全球金融一体化，新兴市场经济体所持有的外部负债、外部资产都有所积聚。负债端的上升，主要受到股权负债激增的驱动。数据显示，新兴市场外部股权负债由 1980 年不足 GDP 的 10% 猛增至 2014 年 GDP 的 40% 多。资产端，外部股权资产、外部债务资产占比 GDP 的比例都呈现上升趋势，由 5% 上升至 40%。在此期间，外汇储备资产也同步保持增长。相较于非储备资产，外汇储备的增加更具地域性，东亚在 1997-98 年亚洲危机后出现最为显著的外储增势。

图 5. 新兴市场经济体外部资产负债表，1980-2014

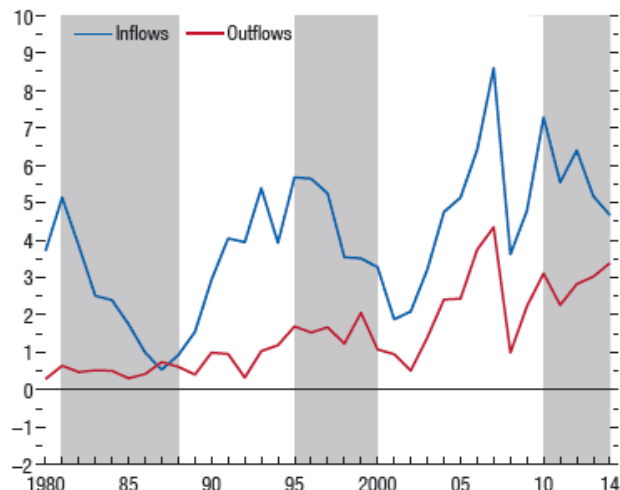


来源: External Wealth of Nations Mark II database; and IMF staff calculations.

## 2、资本流出扮演更重要角色

随着外部资产的增加，资本流出也逐渐扮演了更为重要的角色。如图所示，前两轮净资本流入放缓的主因在于总资本流入的大幅减少，总资本流出情况并不明显。然而这一现象在此轮放缓中出现了改变，总资本流出带来的影响明显加剧。究其原因，与新兴市场经济体收入的提高、对外直接投资的增长、制度上的改变，如养老金、主权财富基金的出现有一定关系。

图 6. 新兴市场经济体总资本流入、流出 1980 - 2014 (% GDP)

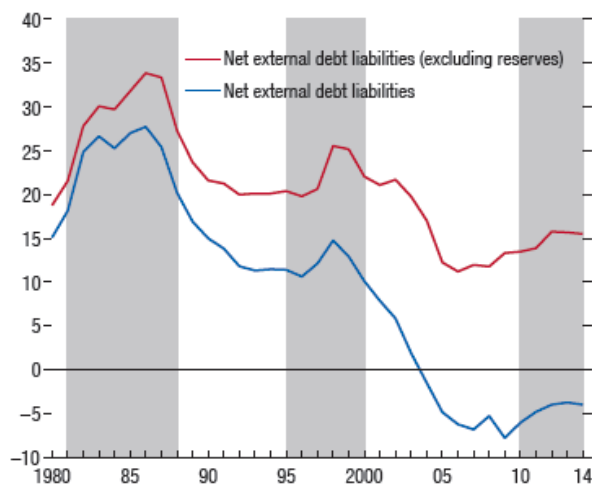


来源: CEIC Asia database; CEIC China database; Haver Analytics; IMF, Balance of Payments Statistics; IMF, International Financial Statistics; World Bank, World Development Indicators database; and IMF staff calculations.

## 3、货币错配现象的改善

由于新兴市场持有大量外币债务负债，货币一旦贬值，就会导致资本负债表恶化。过去三十年来随着外部资产的增加、外债本币计值比例的提升，极大地改善了货币错配现象。

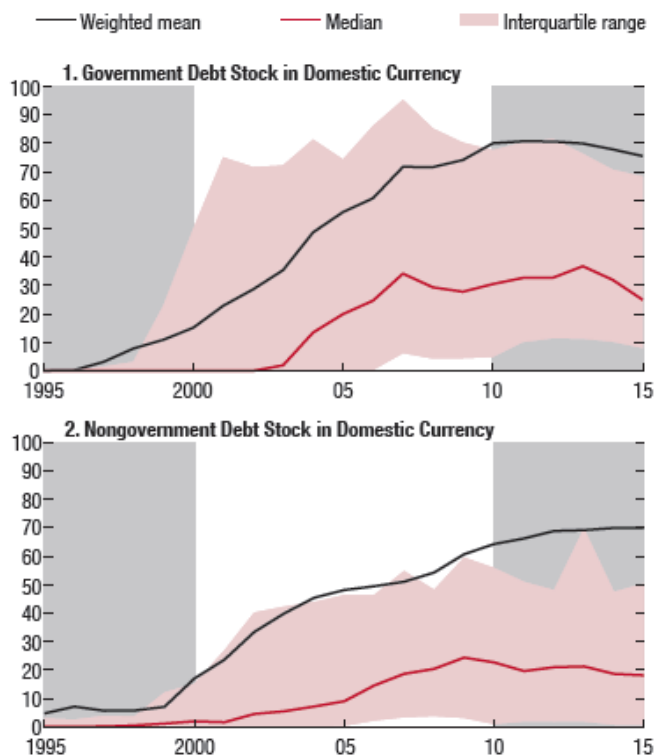
图 7. 新兴市场经济体净外部负债 1980 - 2014 (% GDP)



来源: External Wealth of Nations Mark II database; and IMF staff calculations.

数据显示，外部债务资产、外汇储备的增加使 20 世纪 80 年代以来新兴市场经济体净外部债务的 GDP 占比减少了近 30%。

图 8. 新兴市场经济体以本币计值的未偿还债务 1995 - 2015 (% of total)



来源：IMF, Vulnerability Exercise Securities Database; and IMF staff calculations.

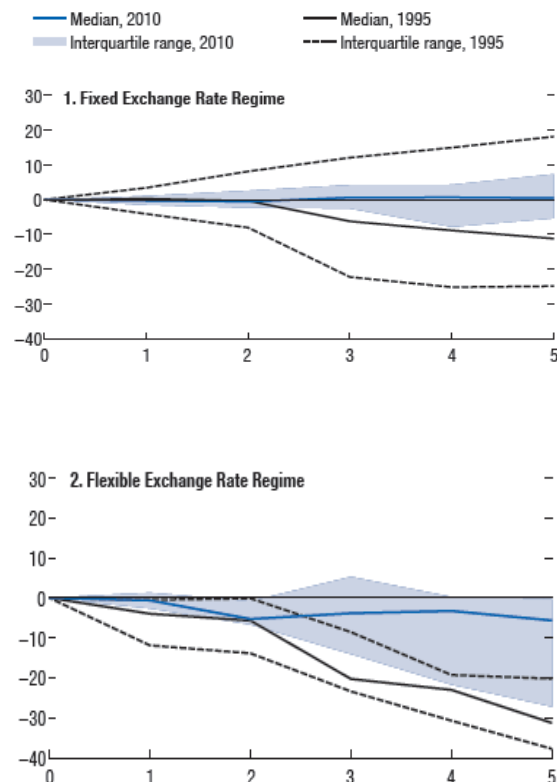
自 1995 年以来，新兴市场经济体政府及私有部门发行本币计值债务比例的提升进一步减轻了货币错配显现。

#### 4、更灵活的汇率制度、更有序的货币贬值

灵活的汇率制度，使一国在面对危机时能够迅速反应，通过有序贬值，而非急剧调整，能够提高资本流出成本，助于吸引新资本流入，同时对消费和就业起到更有效的冲击吸收作用。比较发现，实行相对固定汇率的国家在 1995-2000 曾经历汇率急转而下，而在此轮放缓中名义有效汇率相对更平稳，贬值更为有序。此轮放缓相较于前两次遭遇

更少的危机事件，主要归功于（1）汇率贬值更为有序、（2）资产负债表更具弹性以及（3）外部环境向好：融资成本更低、新兴市场经济体相较于发达经济体增长放缓等因素，使新兴市场国家对于资本具有一定吸引力。

图 9. 1995-2000、2010-15:Q3 名义实际汇率调整 (% change)



来源：IMF, Information Notice System; and IMF staff calculations.

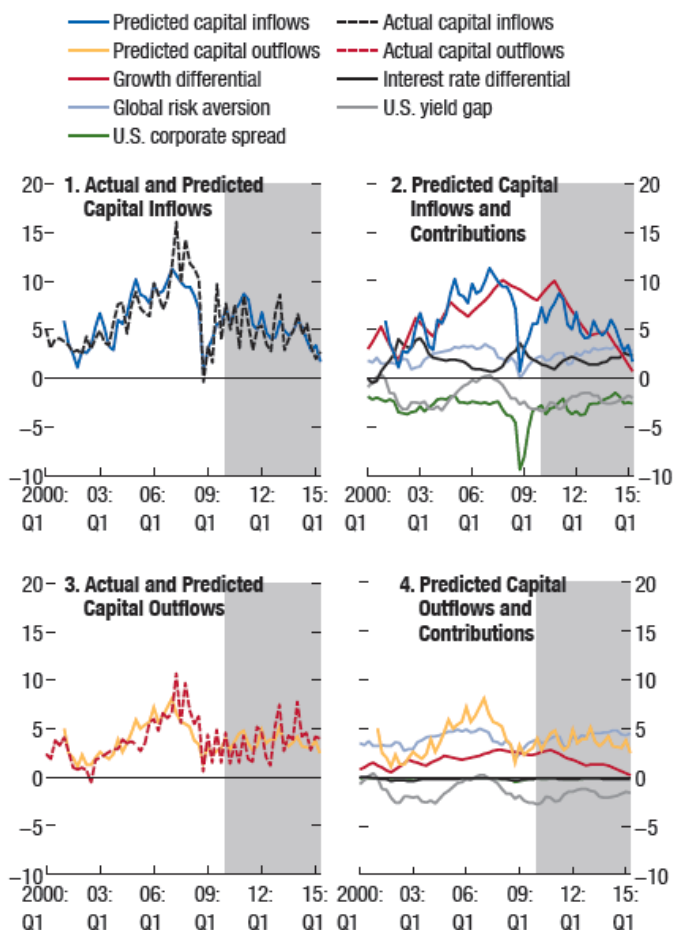
#### 三、此轮新兴市场经济体资本流动放缓的原因

##### 经济因素：

研究结果显示，新兴市场经济体与发达经济体的平均增长差异、利率差异以及全球投资者风险偏好、美国收益率差距、美国高收益债券利差都对新兴市场经济体资本流入情况产生一定影响，其中新兴市场与发达经济体之间实际 GDP 增长差异的缩小是 2010-15 年流入减少的主要因素。全球投资者风险规避情绪减弱本应有助于新兴市场

吸引资本，但该正面效应因新兴市场增长预期放缓而两相抵消。其他因素如大宗商品价格、发达经济体的宽松货币政策等同样是影响因素，但影响较小。

图 10. 近期放缓中全球要素扮演的角色



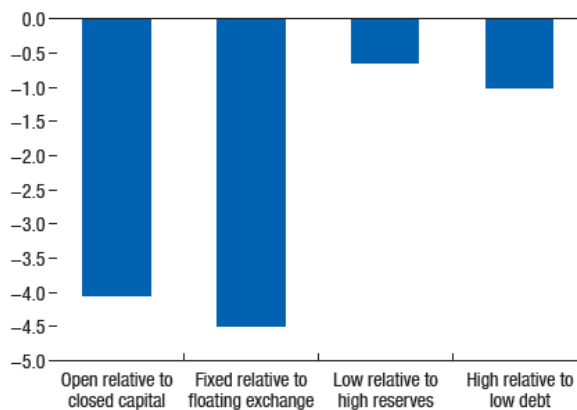
来源: CEIC Asia database; CEIC China database; Fernández and others 2015; Haver Analytics; IMF, Balance of Payments Statistics; IMF, International Financial Statistics; Standard & Poor's; World Bank, World Development Indicators database; World Bank, World Governance Indicators; and IMF staff calculations.

**政策因素:**

在就国家及政策因素对资本流动状况的影响研究中发现，一国的资本账户开放程度、汇率灵活度、外汇储备及公共债务水平

能够为 2010-15 年期间不同国家反映出的不同的资本流动情况提供部分答案。

图 11. 2010 - 15 总资本流入放缓及国家特征 (% GDP)



来源: CEIC Asia database; CEIC China database; Fernández and others 2015; Haver Analytics; IMF, Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (AREAER); IMF, Balance of Payments Statistics; IMF, International Financial Statistics; World Bank, World Development Indicators database; and IMF staff calculations.

一个金融更为开放的国家在经济上行时会吸引到更多的资本，而当经济出现下行时，其资本流入同样会远低于金融相对封闭的国家的资本流入量。数据显示，当其他变量恒定时，资本账户开放程度高于平均水平的经济体比起低于平均水平的经济体，其资本流入减少现象更为严重，资本流入占 GDP 的比值相差 4 个百分点。同样的，在其他变量不变的情况下，外汇储备低于均值、公共债务占比 GDP 高于均值的经济体的资本流入水平分别较外储高于均值、公共债务比率低于均值的经济体损失更多的资本流入，比值差距分别为 0.6 个百分点、1 个百分点。相较于浮动汇率国家，汇率制度欠灵活的经济体的资本流入占 GDP 比重多下降 4.5 个百

分点。

（数据说明：本研究所选用的国家样本由 45 个新兴市场经济体组成。为使用最新

的国际收支平衡资本流动数据，且避免出现较大季节性波动数据，这部分的调查基于包含 2015 年前三季度的年度数据。）

